

纺织服装行业

“丑”鞋行天下

——Crocs 洞洞鞋的凤凰涅槃史



东方证券
ORIENT SECURITIES

投资要点

- **Crocs 公司是一家集设计、研发、生产和销售鞋服及配饰的企业。**在公司所有的产品中，鞋类产品占主导，2011 年公司鞋类产品销售占比 94.6%。公司鞋类产品最重要的特色在于使用了一种叫 Croslite 的功能性材料，使鞋品穿着舒适，同时又具有高摩擦系数，防滑，不脱色，还极其轻便。公司自 2002 年主营 Crocs 鞋品以来，业绩实现快速增长，到 2011 年公司营收成功突破 10 亿美元，而达到这个数额 Nike 用了 22 年才实现。
- **公司的发展主要经历了三个重要阶段。**（1）2002 年至 2007 年，公司抓住客户对洞洞鞋的广泛接受度，迅速扩大规模并大举扩张，在全球刮起了一股洞洞鞋风潮。2006 年公司成功上市。**2006——2007 年期间公司股价一度涨幅高达 444%。**（2）2008-2009 年，金融危机的爆发，加之“山寨鞋”泛滥，公司连续多年持续快速增长的势头在 2008 年发生改变，净利润当年巨亏 1.85 亿美元，股价大跌 76%，一度濒临破产危机。（3）2010 年至今，通过及时削减开支，调整经营策略，公司成功扭转危局，2010 年营收重拾增长，净利润扭亏为盈，2011 年营收历史上第一次超过 10 亿美元。
- **公司走出金融危机的经营低谷，重新恢复增长主要得益于以下四项重要举措：**（1）果断清理库存。对于严重积压的库存，公司采取诸如出售给折扣店，通过奥特莱斯店、仓库销售，捐赠给慈善组织等措施，同时还积极帮助分销商降低库存，至 2010 年公司积压的库存基本消化完毕。（2）聚焦核心业务丰富产品线。公司除了在洞洞鞋的款式上不断更新外，还推出了帆布鞋、休闲皮鞋、高尔夫鞋乃至高跟鞋。（3）整合供应链提升效率。公司采取了削减固定资产，减少品牌，增加由工厂直接配送产品到批发商和直营店的比重，执行更有纪律的批发政策等措施。（4）继续加大对于零售业务的投入，增加直营渠道，加大基于网络的市场营销。
- **目前国内上市公司中没有与 Crocs 完全类比的企业，但我们认为 Crocs 品牌发展历史对国内品牌服饰企业的发展有以下重要启示**（1）灵活高效、聚焦品牌特色的研发模式是品牌常青的前提。对于本土品牌服饰企业而言，未来通过研发能力的提升突出产品的差异化和提炼强化品牌独有的特色是能够持续生存并进一步发展壮大的重要基础。（2）保持一定的自产比重是维护品牌竞争力的有效途径之一。未来对不少本土品牌而言，适当提升自产的比重可能是实现产品差异化、提高市场反应速度的重要途径之一。（3）直营业务拓展对于品牌突破成长瓶颈期十分重要。在品牌初创期，批发加盟模式更适合品牌规模做大和品牌影响力建立，但品牌到一定规模后，直营业务业务是否能够有效拓展对于品牌获得重新增长的动力十分重要。（4）“专而精”比“大而全”往往更有品牌生命力。对于本土品牌企业而言，在树立了自己在某个领域的竞争地位之后，后期通过不断地强化和深化该领域的业务发展，预计才能始终保持自身独有的竞争力。

风险提示

- 行业投资风险来自于外围经济复苏和国内零售终端复苏进度慢于预期。

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

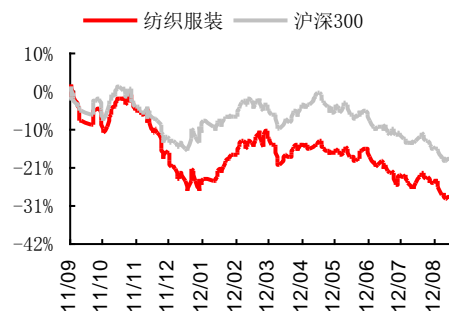
行业

纺织服装

报告发布日期

2012 年 09 月 18 日

行业表现



资料来源：WIND

证券分析师

施红梅

021-63325888*6076

shihongmei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860511010001

康韩杰

021-63325888*6119

mihanjie@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860512030002

相关报告

100%中国制造的高端时装品牌：——宝 2012-09-05
姿时装兴衰启示录

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

1、引子

一双曾经被《洛杉矶时报》形容为“地球上最难看的物体之一”的鞋，却在短短 7 年间售出 1 亿双，创造这个奇迹的便是 Crocs 公司旗下著名的产品“洞洞鞋”。它以标新立异的“丑陋”外表，颠覆了时尚界对美的定义。关于丑鞋有很多趣闻，在此引述一二：

图 1：Crocs 公司最著名的洞洞鞋



资料来源：http://blog.voc.com.cn/blog_showone_type_blog_id_730595_p_1.html; 东方证券研究所

《华盛顿邮报》曾图文并茂地报道布什的 Crocs 洞洞鞋。一天，布什外出，脚上穿了一双黑色 Crocs 洞洞鞋，配了黑色短裤和白色短袖衬衫，头戴米白色棒球帽。布什这身装扮本来没有大碍，但其致命伤在于脚上一双印有总统标记的黑色短袜，他还凉鞋的后带拨到前面。记者戏称，布什这种穿法令本来已经很丑的凉鞋变得更恐怖，卡路驰鞋也因此得一别名“布什鞋”。

北京奥运会前，法国卫生、青年和体育部长巴舍洛特·加龙省承诺，若是法国在奥运会上赢得 40 块奖牌，她就穿着粉红色的洞洞鞋出席内阁会议。结果法国运动员刚好拿到 40 枚奖牌，女部长毫不含糊，身着正式套装，足蹬粉红色 Crocs 洞洞鞋步入议会大厅，引发记者笑场，而她自己也开心地停下配合记者拍照。

图 2：美国前总统布什和法国部长脚穿 Crocs 洞洞鞋



资料来源：http://blog.voc.com.cn/blog_showone_type_blog_id_730595_p_1.html; 东方证券研究所

2、公司简介

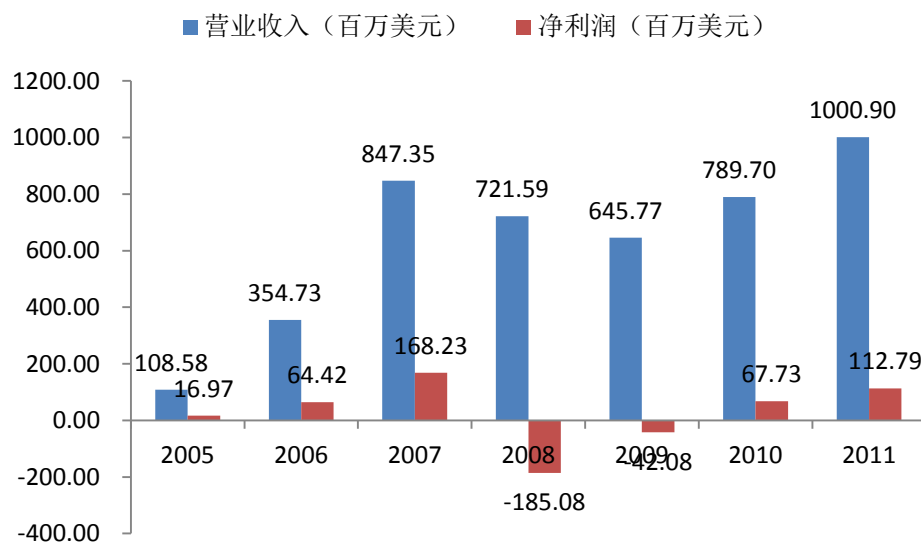
2.1 全球著名休闲鞋品牌企业

公司是一家集设计、研发、生产和销售鞋服及配饰的企业，客户对象包括男性，女性，和儿童。在公司所有的产品中，鞋类产品占主导，**2011 年公司鞋类产品销售收入占比 94.6%**。公司鞋类产品最重要的特色是使用了一种叫 **Croslite** 的功能性材料，公司仔细地控制 **Croslite** 的密度，使其能够生产舒适的鞋，同时具有高的摩擦系数，防滑，不脱色，又极其轻便。举例来说，公司最大号的沙滩鞋重量只有 6 盎司，比传统的休闲鞋产品要轻很多。而且 **Croslite** 受热的时候会变软，因此可以更好的贴合穿着者的脚型。

公司目前旗下除了最著名的 Crocs 品牌外，还拥有 Jibbitz 智必星，Ocean Minded 和 You by Crocs 三个品牌，其中 Jibbitz 智必星，主要是提供 Crocs 鞋的配饰，Ocean Minded 提供高质量凉鞋及其它鞋款，专门为迎合海滩、冒险和动感运动。You by Crocs 则提供高跟鞋系列，通过上乘材料搭配品牌独有的 **Croslite** 材质，为潮流女性打造出兼具舒适与时尚的高跟鞋款，消除逛街、走路带来的疲惫和疼痛感。

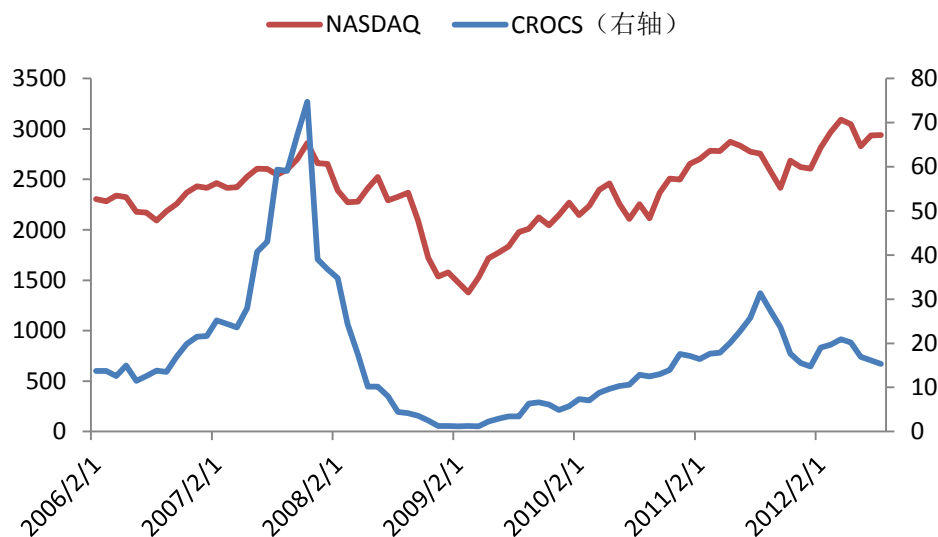
公司自 2002 年主营 Crocs 鞋品以来，业绩实现快速增长，到 2011 年公司营收成功突破 10 亿美元，而这个数额 Nike 用了 22 年才实现。

图 3: Crocs 公司 2005 年至今业绩情况



资料来源：公司财报;东方证券研究所

图 4: Crocs 公司 2006 年上市至今股价情况



资料来源：彭博;东方证券研究所

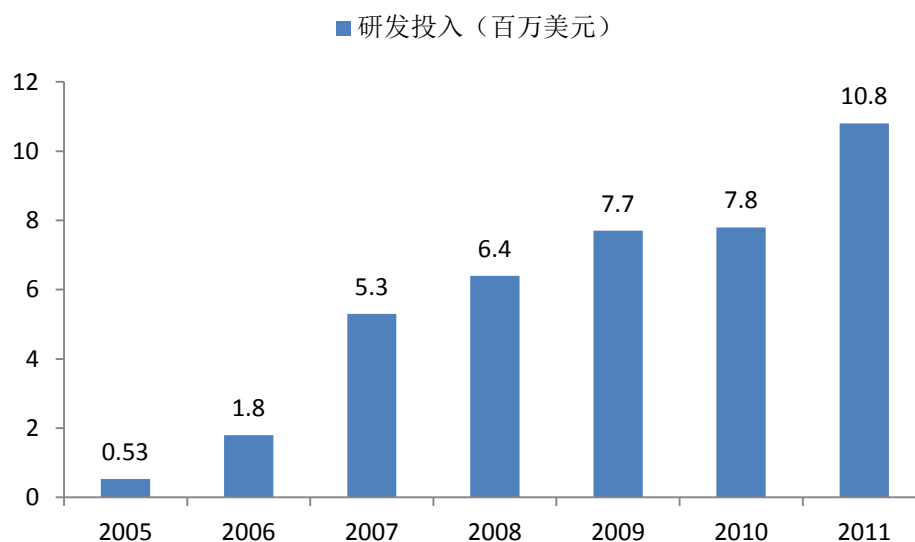
2.2 公司经营模式

2.2.1 研发设计

公司产品研发的首要目标，是创造和推介新的，革新的鞋类产品，这些产品结合了公司的标准：舒适、功能和风格，以增强 Crocs 品牌的持续关注度。公司鞋类产品线由内外部设计团队联合设计。通过引入外部资源到设计的过程中，既能够抓住各种不同的设计观点，又能够在具有成本效益的基础之上，预测越来越快的趋势。为了拓展内部设计能力，公司在 2006 年收购了 EXO 公司，一家意大利的公司，目前已经参与了公司很多新款式的设计。公司致力于继续投入大量资源到产品的研发，以支持公司持续创新的承诺。

公司的设计研发过程高度协作，作为设计团队的一员，需要经常和公司的销售、市场营销人员、生产供应经理，部分零售客户接触，进一步提升产品，满足目标市场的特殊需求。公司不断努力改善研发流程，以便公司能够快速地把产品推向市场，减低成本，同时保证产品的质量。公司 2011 年在研发方面的投入 1080 万美元，2005 年至 2011 年，每年在研发方面的投入复合增长率为 65.06%。

图 5：Crocs 公司 2005 年至今研发投入情况



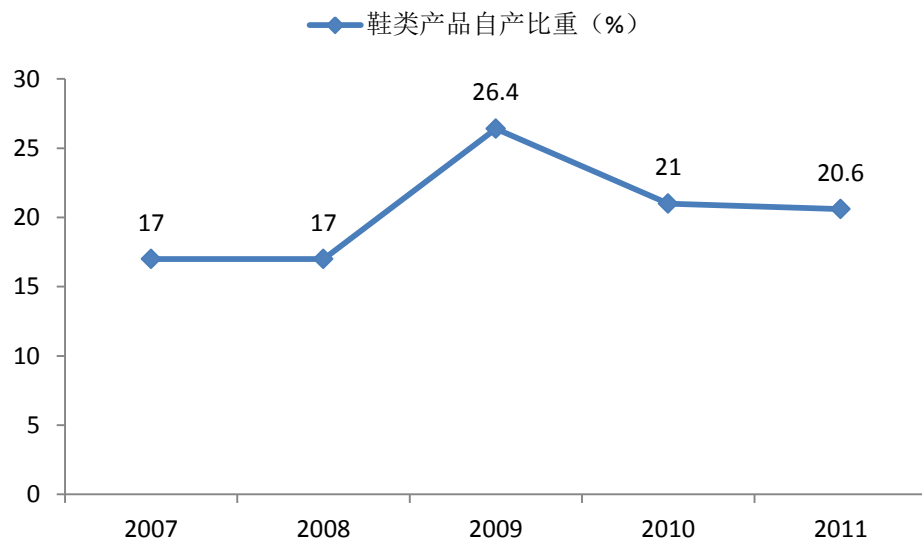
资料来源：公司财报;东方证券研究所

2.2.2 生产

生产方面，公司的策略是保持一个灵活的、全球多元化的、低成本的生产系统。公司目前在墨西哥和意大利有自有的生产设施，公司同时和全世界各地的第三方生产商签订合同。公司相信自有的生产能力能够使其迅速改变生产，灵活快速应对订单，特别是有着较高要求的款式和颜色的订单。同时外部第三方生产可以使公司利用合同制造服务的效率和成本优势。这种生产策略能够使公司持续地最小化生产成本，提高整体的运营效率，缩短生产和研发的时间，更好地服务零售客户。

2011 年，公司鞋类产品的自产比重为 20.6%，其余均由第三方生产，第三方主要在中国，越南，东欧和南美，其中中国的生产占比为 33.1%。

图 6: Crocs 公司鞋类产品近年自产比重

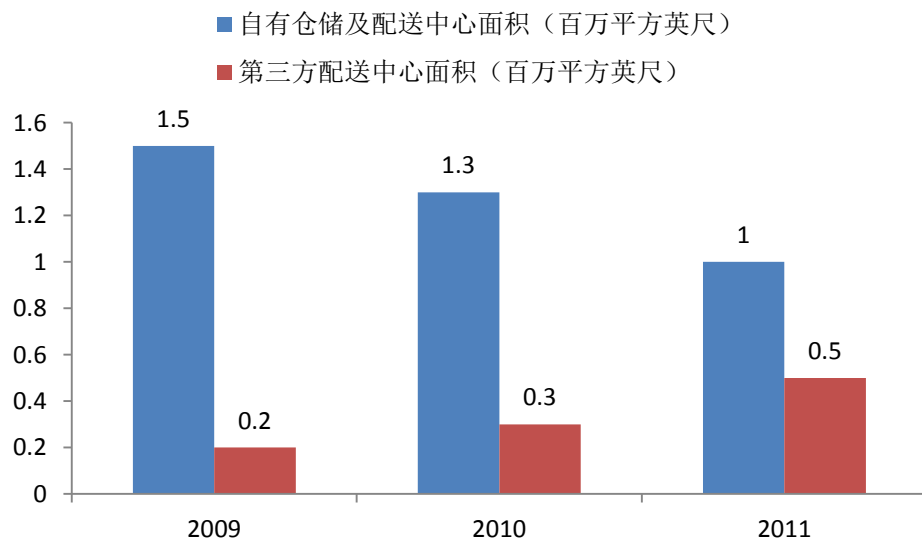


资料来源：公司财报;东方证券研究所

2.2.3 配送

公司生产出来的产品或者直接由工厂发送给客户，或者发送到公司在全球的仓储及配送中心。公司在全球的仓储和配送中心由自有和第三方运营两部分组成，2011 年，公司自有仓储及配送中心面积 1 百万平方英尺，第三方运营的配送中心面积 50 万平方英尺。近年为了提升相应市场的速度和降低运营成本，公司加强了对于全球的仓储及配送中心的整合，同时积极倡议直接从工厂向客户发货，以降低销售成本。

图 7: Crocs 公司 2009 年至今自由仓储及配送中心面积和第三方配送中心面积



资料来源：公司财报;东方证券研究所

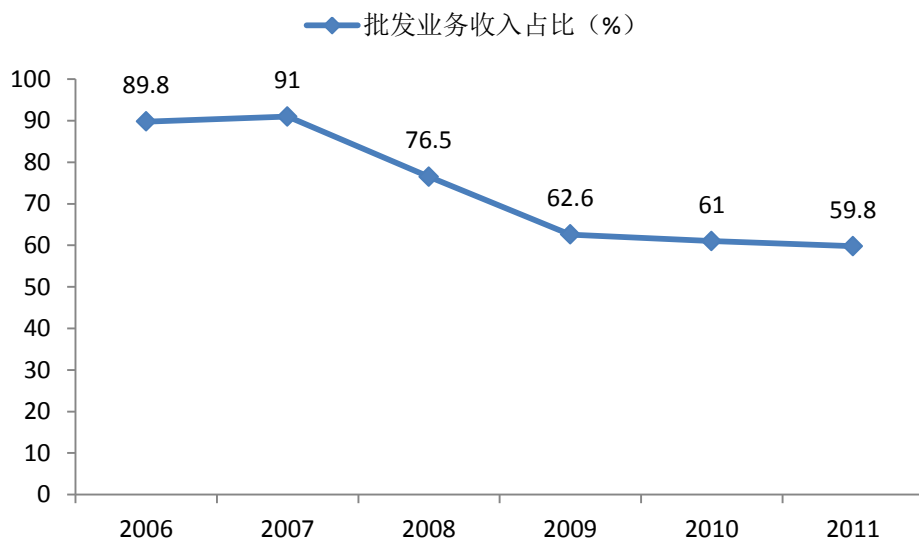
2.2.4 销售

公司目前有三种主要销售渠道：批发、直营和电子商务。截止 2011 年，公司批发业务占比 59.8%。

批发业务主要是通过经销商或者第三方零售商。批发客户包括全国或者区域的零售连锁，百货，运动品店和在线零售商。没有单一客户超过公司销售收入的 10%。公司在部分市场采用分销商，这些市场公司相信分销商的安排比直营好。在公司使用第三方分销的市场，这些分销商根据一定折扣购买产品，然后被授予在一定的区域内销售这些产品的权利。分销合同一般签 1-4 年，分销商被要求有最低采购限额，通常产品是买断制，除非有瑕疵的产品可以更换。

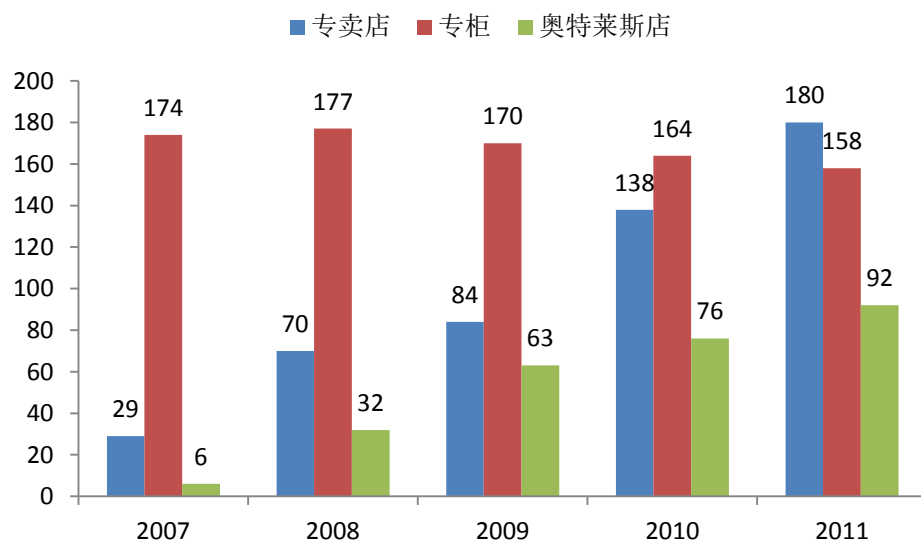
零售业务包括直营和电子商务，零售可以让公司有机会全面地展示全系列的鞋服和配饰，同时零售也是增强公司产品和品牌关注度的重要和有效的途径。截止 2011 年底，公司直营业务占比 30.6%，电子商务占比 9.6%。公司在全球拥有 180 家品牌专卖店、92 家奥特莱斯店和 158 家专柜。同时公司在全球经营 42 个电子商务网店。

图 8：Crocs 公司近年批发业务占比情况



资料来源：公司财报;东方证券研究所

图 9：Crocs 公司近年直营零售渠道店铺数量情况



资料来源：公司财报;东方证券研究所

3、发展历程

3.1 2002-2007 年：丑鞋风靡全球

公司 1999 年成立，2002 年开始在美国代理 Crocs 品牌洞洞鞋的生产和销售（Crocs 品牌最初属于加拿大 Crocs 公司），Crocs 品牌洞洞鞋凭借其所使用的功能性材料 Croslite 的独特特性，使其区别于其他鞋履更加轻便、舒适、防滑和耐用。公司最初把产品定位为专供水上活动爱好者，但是出乎意料的是，其产品的舒适性和功能性吸引了更加广泛的客户群，这些客户把公司的鞋穿到了更加广泛的场合。注意到这点后，公司马上扩大了销售网点，加强了高级管理团队建设，并在美国和许多零售商建立起了联系。公司的 Crocs 洞洞鞋销量与日俱增。**2004 年 6 月，公司收购了加拿大 Crocs 公司，包括加拿大公司的生产设施，产品线和对于 Crostle 的专利。**也是在这一年，公司开始大举扩张，从美国，到欧洲，再到亚洲。在全球刮起了一股洞洞鞋风潮。伴随的是公司的业绩实现爆发式增长。到 2005 年公司营收已经超过 1 亿美元。

2006 年 2 月 8 日是一个标志性的时刻，公司股票在纳斯达克市场成功上市，坐拥 2 亿美元的融资，公司不但将销售网络拓展至全球 80 多个国家，还在 2007 年走上了大肆扩张之路，先后收购了为 Crocs 鞋生产装饰品的 Jibbitz、制鞋商 Ocean Minded 以及意大利公司 Samantha Bryan(高跟鞋品牌“You By Crocs”的前身)等。**扩张、收购使得公司 2006 年和 2007 年两年营收规模快速扩大，2006 年公司营业收入 3.55 亿美元，同比增长 226.70%，2007 年公司营业收入 8.47 亿美元，同比增长 138.87%。公司股价在此期间一度涨幅高达 444%。**

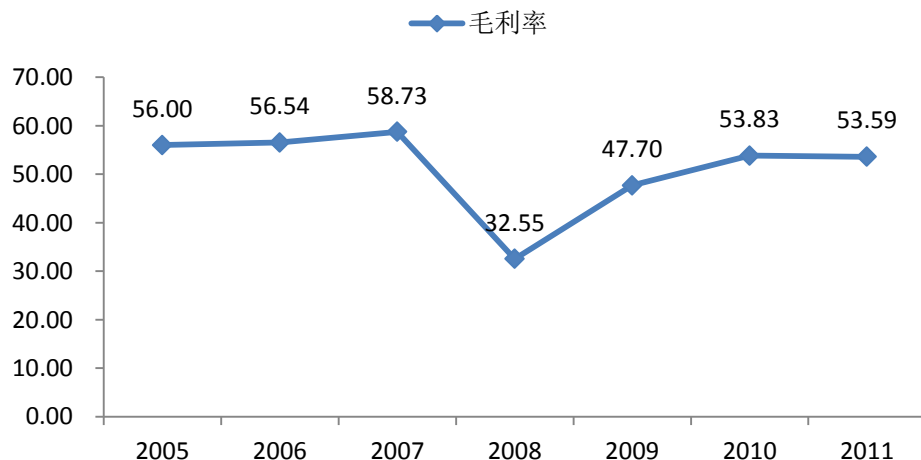
3.2 2008-2009 年：扩张遭遇金融危机

公司连续多年持续快速增长的势头在 2008 年发生改变，受金融危机的影响，公司业务的三大市场美洲、欧洲和亚洲的经济均遭受不同程度的衰退，消费者受此影响减少了支出和逛街的频率，而且随着洞洞鞋的热销，市场上出现了大量“山寨鞋”，它们不但抢走了公司的市场份额，还在短期内让整个消费市场迅速饱和。销售的情况弱于公司批发客户和零售客户最初的预期，导致公司批发和零售客户的库存迅速堆积，很多客户为了把库存降到正常水平，一方面大量打折，另一方面削减了对公司的订单。另外前些年由于持续的收入高增长，产品难以满足市场需求，公司不断扩大产能、仓库面积甚至是库存来应对旺盛的需求，而这些在 2008 年却成了公司业绩的极大拖累。**2008 年公司营收同比下降 14.84%，净利润产生 1.85 亿美元的亏损，股价一度大跌 76%。甚至有外媒当时还预测，公司面临破产危机。**

为了应对困境，公司采取了必要的成本节约措施，如 1) 中止了在加拿大和巴西的生产设施，2) 放弃了部分生产设备和模具（过剩产能），3) 合并在全球的仓储和配送中心，以期通过减少全球的仓储和配送中心面积来降低公司的固定成本开支，4) 裁员全球非零售的员工大约 2000 人，5) 采取行动降低销售和管理费用，减少人员，减少空间成本（通过合并某些办公室），减少其他开支。**此外公司还调整了原有的多元化策略，更加聚焦于效益更高和效率更高的业务**（1）削减品牌、削减服装和多样化鞋类产品，加强了存货销售（2）加快了产品设计的频率（3）整合供应链提升效率（4）加大对于发展势头良好的零售和电子商务的发展，通过加快直营渠道的扩张和加大基于网络的营销努力。2008 年，公司直营收入增长 68.5%，从 74.2 百万美元到 2008 年的 125.8 百万美元。电子商务增长 28.8%，从 2007 年 33.9 百万美元增长至 2008 年 43.7 百万美元。直营的快速增长在一定程度上抵消了批发业务大幅下滑对公司营收的负面影响。

2009 年虽然全球经济环境依然很弱，公司营业收入继续下滑，但净利润亏损减少，公司管理层采取的行动产生了收效，特别是 2009 年继续处理存货，成功销售了很多过季的产品，而这些过季产品的销售价格要高于公司之前预计的可实现的价值（已据此在 2008 年做了减记），因此这对公司当年的毛利产生了正面的影响，公司 2009 年的毛利率从 2008 年的 32.4%，提升至 46.6%。

图 10：Crocs 公司近年毛利率情况



资料来源：公司财报;东方证券研究所

3.3 2010 年至今：凤凰涅槃

公司经历金融危机后的策略调整效果在 2010 年继续释放，2010 年公司营收增长 22.3%，公司各个运营区域美洲、欧洲和亚洲销售情况良好。公司净利润实现扭亏为盈，从上年的亏损 4200 万，至 2010 年的盈利 6773 万。这主要是由于 1) 全球经济条件改善，2) 对公司产品全球更强的需求——由于对公司扩展产品线的接受和公司采取了有效的市场营销和推广策略。3) 对于增长的零售和网络渠道的持续投资，这两个渠道历史上毛利率更高。4) 转型策略的剩余影响。

2011 年公司收入较 2010 年增长 26.7%，并且历史上第一次超过 10 亿美元，这个营收纪录耐克公司花了 22 年才达到，而公司只用了短短的 10 年。公司 2011 年美洲、欧洲和亚洲三个主要业务区域均实现较快增长，主要原因在于 1) 全球市场对公司多样化产品线的强劲需求，使公司可以通过新的产品款式提升鞋的平均售价，2) 扩大现有的和新的批发客户，3) 对直营和电子商务的持续投入带来这两项业务收入的快速增长。公司净利润 2011 年增长 66.54%，主要是毛利率保持平稳，销售和管理费用改善。公司的股价也从 2008 最低的 1 元左右回升至 15 元以上。

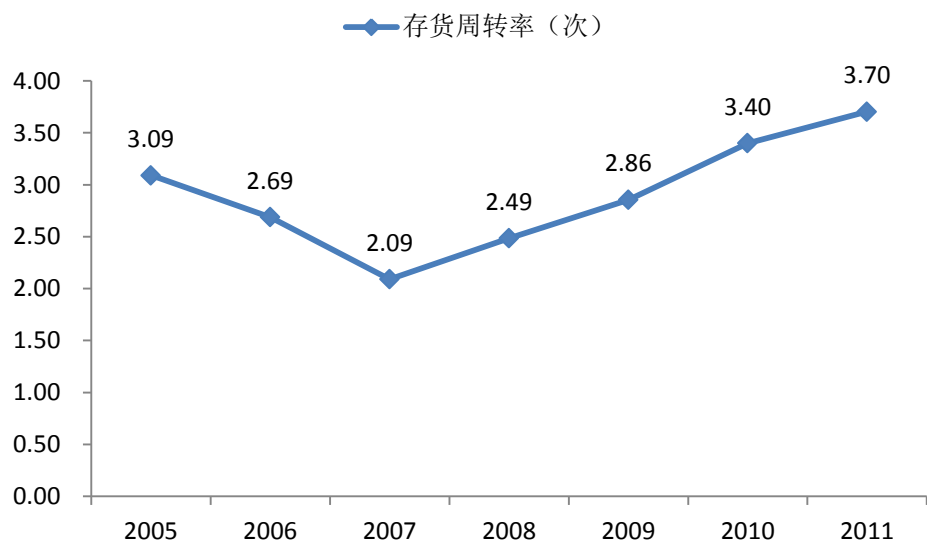
4、实现凤凰涅槃的重要举措

回顾公司整个发展历程，其能够成功走出濒临破产的危局，重拾增长，并且超越前辈的纪录，只用了短短 10 年就使营收突破 10 亿美元，我们认为主要得益于公司及时调整经营策略，采取果断清理库存、聚焦核心业务丰富产品线、整合供应链提升效率和加大零售业务投入四项重要举措。

4.1 果断清理库存

存货非但其计提会对利润造成负面影响，存货本身对资金占用也会带来巨大的经营风险。公司在 2008 年面对存货积压的问题，果断停止了滞销款的生产，并对前几年因需求旺盛而过多储备的货品进行了即时的处理。处理存货的措施包括，卖给折扣店，通过公司直营的奥特莱斯店销售，直营的仓库销售，或者捐赠给慈善组织。这些方式在有效清理存货的同时，也最小化对于公司经销商，分销商和公司直营渠道的负面冲击。另外对于经销商层面，公司和每一个公司重要的批发商和分销商紧密合作，提供支持，帮助他们降低库存。经过 2 年的处理，到 2010 年，公司前些年所积累的库存基本消化完了，为后续的业绩增长打下了坚实的基础。

图 11：Crocs 公司存货周转率在 2008 年之后持续改善



资料来源：公司财报;东方证券研究所

4.2 聚焦核心业务丰富产品线

公司在 2006 年至 2008 年初收购了六个品牌，公司在 2009 年砍掉了其中三个与公司主业休闲鞋关系不大或者有重合的品牌，Fury（生产和分销曲棍球、足球和长曲棍球设备），Bite（生产功能鞋和运动凉鞋）和 Tagger（一家生产快递包装盒的公司），进一步集中有限的资源发展核心业务。同时公司从 2008 年开始持续缩减公司的服装产品，只是在一些有选择的商场销售。但对于鞋类产品，公司继续加大多样化休闲鞋的款式，除了在洞洞鞋的款式上不断推陈出新外，还推出了帆布鞋、休闲皮鞋、高尔夫鞋乃至现在的高跟鞋。对于公司而言，从鞋扩展到服装，等于所有的服装企业都成了公司的竞争对手，另外原有的经销商也没有经营服装的能力，没法跟上公司在服装领域的拓展。而聚焦于鞋类产品多样化，从最早的洞洞鞋继续扩大到其他类型的鞋，却能给已有的忠实消费者带来更丰富多样的体验，也能进一步提升公司品牌的竞争力，为公司建立了一个稳定的可持续发展的业务。为了更好地展示公司日益丰富多样的鞋类产品组合，公司增强了对于终端视觉和陈列道具的投入。市场营销也围绕特别产品的发布，使用整合营销的方法，利用各种媒体，包括纸媒和网络来推广新产品。聚焦于具有核心竞争力的鞋类业务不断丰富产品线为公司走出经营低谷提供了重要的推动力。

图 12: Crocs 公司乐泊系带印花帆布鞋



资料来源：公司网站;东方证券研究所

4.3 整合供应链提升效率

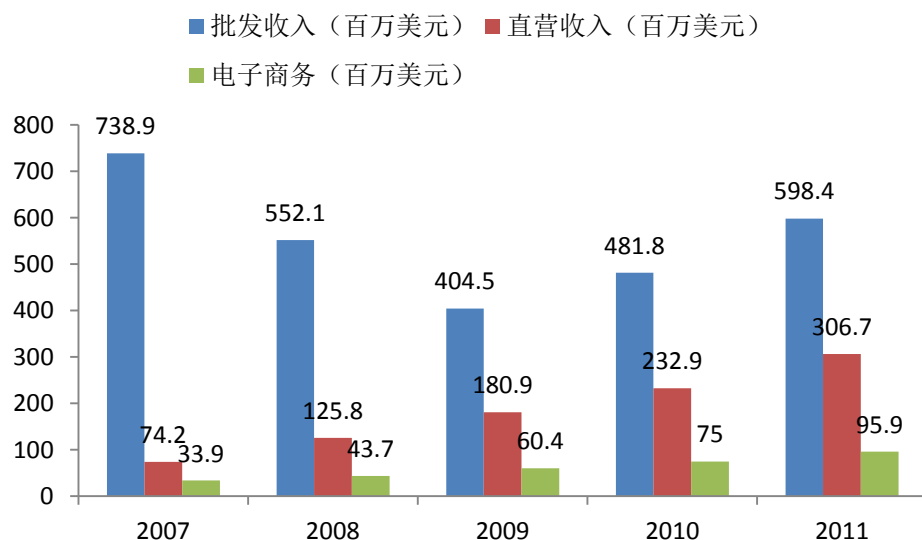
面对金融危机带来的困境，公司不断致力于改善供应链以提升经营效率。1) 削减效益不高的固定资产，固定资产过高，容易在企业遭遇困境时面临过重的负担，2008 年公司承担巨大的费用中，固定资产减值占了其中很大部分，公司为了减少开支，在当年中止了在加拿大和巴西的生产设施，并在之后几年不断整合全球的仓储和配送中心，虽然短期会产生一定损失，影响了公司 2008 年的毛利率（公司毛利率 2008 年大幅下降，从 58.7%下降至 32.4%），但从第二年开始便降低了公司的固定成本，2) 提升渠道直接配货的比重。公司增加了由工厂直接配送产品到批发商和直营店的比重，降低了配送成本（不用分销中心了，仓库也不用了）。3) 有对经销商消化库存的支持，也有相应的纪律，为了在市场中更好地定位公司的品牌，公司执行了更加有纪律的批发政策，相应采取措施对批发商进行优胜劣汰，减少了批发商的数量。

4.4 加大零售业务投入

收入的增长，财务的改善还得益于公司有效的市场营销和推广，对零售业务（直营和电子商务）的持续投入。即使在 2008 年，面对下滑的业绩，公司还是继续加大对于零售业务的投入，增加直营渠道，加大基于网络的市场营销。在 2008 年，占比 76.51%的批发业务收入下降 25.3%，但公司零售业务方面，直营增长 68.5%，电子商务增长 28.8%，相比批发业务，零售业务有着如下的优势，1) 零售业务比批发业务售价更高，达到一定规模后，对于公司而言可以获得更好的利润率，同时通过零售业务，公司直接控制市场和渠道，抗风险能力更强，2) 零售业务可以让公司充分地展示公司全系列的鞋品和配饰，有助于新产品的销售和推广，同时可以直接和客户交流收集市场反

馈以便更好地提升产品的适销性，增强公司产品和品牌的关注度。金融危机之后，公司零售业务的持续投入和由此带来的该业务领域销售收入的持续快速增长在一定程度上消减了批发收入下降带来的冲击。

图 13: Crocs 公司近年批发收入、直营收入和电子商务收入情况



资料来源：公司财报;东方证券研究所

5、Crocs 发展历史对国内服饰企业的启示

1、灵活高效、聚焦品牌特色的研发模式是品牌常青的前提

对于品牌服饰企业而言，最重要的核心竞争力或者说品牌持续发展壮大的一个重要前提是产品——独具特色、深受消费者欢迎因而具备市场竞争力的产品是同行竞争的关键因素之一。而做到这一点的前提保障是品牌企业强大的研发能力。**Crocs 能够发展壮大、度过危机重新崛起的一个重要因素是其灵活高效的研发模式和始终聚焦品牌特色的研发理念。**Crocs 品牌的诞生来自于一种叫 Croslite 的功能性材料，公司仔细地控制 Croslite 的密度，使其能够生产舒适的鞋，同时具有高的摩擦系数，防滑，不脱色，又极其轻便。而后续公司几乎所有新产品的研发理念始终围绕公司的品牌特色——轻便、舒适和功能型展开，不仅突出了公司品牌特色，也进一步强化了公司品牌独有的市场竞争力。为了实现公司的研发理念，公司通过整合内外部设计资源、将供应链上更多环节（包括销售、市场营销人员、生产供应经理，和部分零售客户等）共同参与研发设计等形式不断提升研发能力，满足目标市场的特殊需求，同时尽可能地降低成本、节约市场反馈的时间。因此尽管市场上有不少的山寨洞洞鞋，Crocs 品牌始终以其高品质和推陈出新的产品引领市场，获得消费者的青睐和持续购买。**对于本土品牌服饰企业而言，未来通过研发能力的提升突出产品的差异化和提炼强化品牌独有的特色是有望能够持续生存并进一步发展壮大的重要基础。**

2、保持一定的自产比重是维护品牌竞争力的有效途径之一

对于以产品取胜的品牌服饰企业而言，保持产品的质量、生产的反应速度和成本的最经济之间的平衡十分重要，也是保持品牌竞争力的重要基础，而保持一定的自产比重是实现这一目标的最有效途径之一。Crocs 品牌在生产方面的策略是始终保持一个灵活的、全球多元化的、低成本的生产系统。一方面公司通过自产基地保持订单（特别是有较高要求的订单）的响应速度，另一方面公司通过全球化的产能外包实现普通订单的响应和成本的最小化。2011 年，公司鞋类产品的自产比重为 20.6%，其余均由成本更低廉的中国，越南，东欧和南美等地供应商生产。

目前国内大多数的本土鞋服品牌企业由于前些年渠道的快速扩张带来的销售增长，原有自产比重不断降低，很多是接近 100%外包，这样的生产模式导致的结果是产品质量不稳定和补货比率很低，对市场需求的响应度明显降低。我们认为，未来对不少本土品牌而言，适当提升自产的比重可能是实现产品差异度、提高市场反应速度的重要途径之一。

3、直营业务拓展对于品牌突破成长瓶颈期十分重要

对于以批发业务起家并迅速发展壮大的品牌服饰企业而言，在度过最快速的简单开店铺货期后，终端的库存问题、对渠道的控制能力、对品牌整体形象的维护、单店效益的提升等成为突破成长瓶颈期的关键问题，而成功的直营业务可以很大程度上解决这些问题，直营业务的拓展不仅可以弥补批发加盟业务减速后的销售规模增长，还可以提升品牌综合毛利率，同时通过直营零售终端能力的提升为批发加盟树立典范和输出标准，推动批发加盟业务的内生增长。Crocs 品牌在 08/09 年的金融危机中，批发业务持续下降，但直营业务持续投入带来的收入快速增长较好地缓解了批发业务的负面影响，为公司走出低谷提供了重要的推动力。从 2007 年开始，Crocs 公司批发业务收入比重不断下降，从 2007 年的 91%下降至 2011 年的 60%左右。

我们认为，直营/批发加盟的模式对品牌企业而言各有利弊，在品牌初创期，批发加盟模式更适合品牌规模做大和品牌影响力建立，但品牌到一定规模后，批发加盟的扩张速度逐步放缓，而其对终端预期的放大效应也更容易产生一些问题，表现在经济调整时批发加盟为主的企业经营波动性相对更大。这时直营业务业务是否能够有效拓展对于品牌获得重新增长的动力十分重要。本土不少品牌服饰企业目前已经到了这样的发展阶段，而且不少龙头企业也已经意识到了直营的必要性和重要性，但持续的投入和培育十分关键，因为做批发加盟为主的企业专做直营本身具有较大挑战，同时直营在达到一定规模收入前，因为期间费用更高很难盈利，因此坚持十分重要。

4、“专而精”比“大而全”更有品牌生命力

对于不少品牌服饰企业而言，在主品牌获得初期的成功和高速成长之后，在战略上很容易贪恋大而全，追求全方位的业务拓展——多品牌和多业务全面开花以求获得更大的市场空间，对于国内长期工业化规模扩张体制背景下成长起来的本土品牌而言更容易犯这样的错误。从 Crocs 的发展过程，包括之前我们梳理的很多海外品牌服饰的发展历史看，一个品牌服饰企业的成功更多的时候来自于“专而精”，而非“大而全”，即使相对业务广阔的企业，它的多品牌协同性也一定是十分关键的。Crocs 在 2006 年上市后，有了更好的资源平台，从 2007 年开始走上了大肆扩张之路，先后收购

了六个品牌，其中有与公司休闲鞋业务相关的品牌，也有与公司主业关系不大或者有重合的品牌。2009 年金融危机的影响日益显现，公司深刻意识到成本节约和聚焦核心业务的重要性，一方面大刀阔斧砍掉了三个与公司主业休闲鞋关联度不高的品牌，另一方面在原有品牌的产品系列上也更加聚焦于具备核心竞争力的鞋类业务、逐步缩减服装业务，通过不断丰富鞋类产品线提高其市场竞争力。正是通过重新聚焦核心业务、巩固和提升原有品牌竞争力公司慢慢走出了经营低谷，重新走上恢复增长之路。对于本土品牌企业而言，在树立了自己在某个领域的竞争地位之后，后期通过不断地强化和深化该领域的业务发展，预计才能始终保持自身独有的竞争力。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司授权的客户使用。本公司不会因接收人收到本研究报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本研究报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的研究报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本研究报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本研究报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本研究报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本研究报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本研究报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有研究报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本研究报告的全部或部分内容，不得将本研究报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司书面授权的引用、转发或刊载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节或修改

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn